

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 27 октября 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

Конъюнктура долгового рынка практически не изменилась за прошедшую неделю, на рынке преобладают продажи. Уровни доходности по-прежнему исчисляются десятками процентами годовых практически по всему спектру бумаг. При этом стоит отметить, что это не сугубо тенденция рублевого рынка, а в целом рынка развивающихся стран, в прочем не только сегмента долгов, но и акций и валюты. Фактически происходит сворачивание carry trade и инвесторы, которые ранее активно инвестировали в развивающиеся рынки, сейчас еще более активно выходят из них. О чем в частности говорит динамика их валют по отношению к доллару и йене (базовые валюты для carry trade).

На фоне продаж валютных облигаций РФ и как следствие расширения спреда к базовым активам (индекс EMBI+ для России достиг максимального значения за 7 лет, превысив 700 б.п.) ожидать снижения доходности рублевых облигаций первого эшелона не приходится, несмотря на их привлекательные уровни и минимальный риск. Тем более что спекулятивные атаки на рубль в последние дни усилились, несмотря на все действия ЦБ РФ и словесные интервенции представителей власти, что делает инвестиции в рублевые активы еще менее привлекательными. Отметим, что прошедшая неделя стала наверно самой плохой для рынков развивающихся стран и на них уровни доходности достигли каких-то заоблачных высот и перспектив их снижения в обозримом будущем не видно. Так, для примера, доходность российской тридцатилетней еврооблигации превысила 12% годовых - значения конца 2001 года, когда рейтинг России еще был далек от инвестиционного и тем более текущего уровня. На этом фоне, доходности дальних рублевых облигаций ниже 10% годовых выглядят несостоятельно.

Мы предполагали, что по коротким бумагам первого эшелона восстановление и приведение уровней доходности к более разумным уровням произойдет в скором времени, но сейчас на первый план вышла динамика курса рубля и конъюнктура внешнего рынка. Про свободное падение на внешнем рынке мы уже сказали, теперь обратимся к конъюнктуре валютного рынка.

Валютный рынок

Как мы отметили выше, в настоящее время происходит вывод капитала с развивающихся рынков (так называемое «бегство в качество») и соответственно ослабление их валют и укрепление доллара. Это является фундаментальной причиной ослабления национальных валют, в частности по отношению к доллару США. На российском рынке, помимо этого, начал действовать спекулятивный фактор, подпитываемый появившимися слухами о возможной девальвации рубля. На этом фоне банки начали активно использовать инструмент валютного СВОПа для наращивания позиции в валюте, после чего Центральному Банку пришлось резко лимитировать операции по данному инструменту, фактически закрыв его к концу недели. Также ЦБ РФ заподозрил ряд дочек иностранных банков в том, что они пользуются средствами, предоставляемыми им со стороны государства, и выводят их в свои материнские структуры (по сообщениям ряда СМИ с главами этих банков проводилась «разъяснительная» беседа). В итоге, атака на рубль была сильной, Банку России пришлось продать по разным оценкам более 10 млрд. долл. за прошедшую неделю. По текущим ставкам банкам выгодно покупать валюту и хеджировать позицию на рынке производных, такая операция может принести 20-30% годовых. Мы надеемся, что меры ЦБ РФ (в том числе и словесные) охладят пыл спекулянтов, и деньги,

которые он выделяет для поддержания банковской системы ликвидностью, перестанут использоваться в спекуляциях на валютном рынке.

В результате Банк России удержал уровень по корзине валют на 30.40. По отношению к доллару рубль снижался в рамках тенденции на рынке FOREX, где за неделю пара евро/долл потеряла более 6%, достигая отметки 1.2400. Рубль к доллару за этот период подешевел на 1 рубль. Поддержка рубля дорого обходится ЦБ РФ, за последнюю отчетную неделю международные резервы снизились на 14.9 млрд. долл. до 515.7 млрд. долл. С максимального значения августа резервы упали на более чем 80 млрд. долл., частично это связано с укреплением доллара на мировом рынке. Стоит обратить внимание на данные по оттоку капитала из страны, чтобы понять масштаб вывода средств: за 1-ю неделю октября отток капитала составил 25 млрд. долл., для сравнения за август-сентябрь – 30 млрд. долл. Думается, что спекуляции на тему девальвации рубля внесли в эту цифру свой вклад.

Денежный рынок

Денежный рынок также был полон событий, главным из которых стало введение нового инструмента предоставления ликвидности – беззалоговые аукционы Банка России. Этот инструмент важен в первую очередь тем, что позволяет занимать деньги относительно мелким банкам, которые не держат в своих активах низкодоходные инструменты из ломбардного списка ЦБ РФ. По существующим критериям доступ к беззалоговому кредитованию в Центральном банке получили порядка 120 банкам. На первом аукционе банкам было предложено 700 млрд. руб. Размещено в итоге было 388 млрд. руб. по средневзвешенной ставке 9.89% годовых сроком на 1 месяц. Стоимость оказалась выше, чем при размещении средств Минфина на аналогичный срок. По словам представителей крупнейших банков, они не участвовали на аукционе, либо брали незначительный объем для того чтобы протестировать данный инструмент. Это логично, так как, как уже было сказано у Минфина можно занять дешевле примерно на 1 п.п., тем более им доступны все возможные инструменты из существующих. Все это в очередной раз подтверждает мнение, что у крупнейших банков ликвидности достаточно, на что в частности указывает то, что аукционы Минфина на прошлой неделе имели невысокий спрос (как впрочем уже несколько последних аукционов).

На втором беззалоговом аукционе, состоявшемся в четверг, объем предложения был снижен до 400 млрд. руб. Спрос также снизился, при этом Банк России пошел на отсечение по относительно высокой ставке (средневзвешенная ставка составила 10.12% годовых). Это вероятно связано с тем, что регулятор хочет «отстранить» от аукциона банки, занимающие деньги для спекуляций на валютном рынке или выводящих средства за границу. Возможно из этих соображений с этой недели им был увеличен минимальный размер ставки на беззалоговых аукционах на 1.0-1.25 п.п. до 9.5-9.75% годовых. По-прежнему пользуются повышенным спросом аукционы по размещению средств ЖКХ, так как банкам сейчас нужны относительно длинные деньги.

Обратим внимание на введение страхования рисков межбанковского кредитования со стороны ЦБ РФ, о чем мы писали в прошлом обзоре, как о важном элементе для начала «перетекания» ликвидности от крупных банков к более мелким. Теперь Банк России будет давать гарантии госбанкам по кредитованию на МБК порядка 100 банков (это те же банки, что и удовлетворяют критериям участия в беззалоговых аукционах). Надеемся, что эта мера приведет к равномерному распределению ликвидности в банковской системе и снижению ставок денежного рынка, по крайней мере, для 100-120 банков. В общем-то, остальные банки, как мы понимаем, не входят в интересы государства и поэтому рассчитывать на его помощь им не приходится.

В результате, главное чтобы обозначенные меры государства по

спасению банковской системы перешли в реальные действия.

Возвращаясь к долговому рынку, хочется обратить внимание, что помощь государства вряд ли возымеет эффект, так как из 175 млрд. руб. выделенных для инвестирования на российском рынке, во-первых, большая часть средств пойдет на рынок акций (как известно динамику рынка это не изменило), во-вторых, даже если часть этих денег дойдет до рынка рублевых облигаций, то, скорее всего, они пойдут не на вторичный рынок, а на выкуп новых размещений облигаций крупнейших компаний.

Радует, что пока эмитенты в основном справляются с погашениями/офертами по своим займам несмотря на существенное сжатие (а для некоторых и полное закрытие) кредитного рынка. На неделе было объявлено о трех технических дефолтах: Томск-инвест (оферта), КД авиа-Финансы (купон) и Самохвал (купон). Кроме первого эмитента, по другим дефолт не стал неожиданностью, так как они принадлежат к «проблемным» отраслям (ритейл и авиаперевозки). За Томск-Инвестом стоит Томская область, поэтому будем надеяться, что дефолт вызван техническими сложностями, а не проблемами в региональном бюджете иначе урон будет нанесен значительному сегменту рынка рублевых облигаций.

Как позитивную новость для рынка можно выделить то, что на прошлой неделе государство выделило 6 приоритетных отраслей, которые госбанки должны кредитовать в первую очередь: продуктовые ритейлеры, девелопмент и строительство, оборонная промышленность, сельское хозяйство, автомобилестроение, нефтянка. Предполагается, что ставка по кредитам компаниям из этих отраслей будет на разумном уровне (звучала даже цифра до 20% годовых). Скорее всего, на такие кредиты могут рассчитывать только крупнейшие компании этих отраслей, остальные, вероятно, в случае финансовых трудностей, должны быть поглощены более крупными коллегами. Эта новость снижает риск дефолта, по крайней мере, по ключевым эмитентам данных отраслей, посему инвесторам стоит присматриваться к бумагам этих компаний.

Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK

CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман

Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Георгий Айвазов

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский

Вице-президент

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности:
номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности:
номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления:
номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯнуТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНИЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТИТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.